

Investors' Outlook

Un cuenco de dulces
con truco



Noviembre 2025

2 Contenido



3 Editorial

4 Estrategia de inversión

A través de la niebla

6 Aspectos destacados del mercado

Un año de sorpresas y regalos queda atrás...
y nos preparamos para más

12 Clases de activos en foco

16 Pronóstico

19 Referencias

Glosario y fuentes

Publicado por
Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich

Editores
Corinne Gretler,
Senior Investment Writer,
Vontobel
Investment Content Team,
Vontobel

Autores*
Stefan Eppenberger,
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel
Michaela Huber,
Senior Cross-Asset Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel
Christopher Koslowski,
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel
Mario Montagnani,
Senior Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel
Dan Scott,
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Frecuencia
Diez veces al año
(próxima edición: 4 de diciembre de 2025)

Concepto
MetaDesign AG

Creación y realización
Vontobel

Imágenes
Gettyimages,
Vontobel

Fecha límite de entrega para esta edición
5 de noviembre de 2025

Observaciones
Ver «Información legal» en la página 17

Un cuenco de dulces con truco



Dan Scott
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Vontobel

Estimados lectores:

El mes pasado, los mercados volvieron a recompensar a los inversores por haber vuelto a llamar a sus puertas. El relato en torno a la oferta monetaria, la política fiscal y la política expansiva de los bancos centrales nos sigue pareciendo válido y, en este entorno, difícilmente vemos argumentos para un contexto bajista.

A pesar de los brotes esporádicos de volatilidad, los activos de riesgo han seguido subiendo. El oro ha perdido parte de su brillo, ya que los precios han retrocedido desde sus máximos históricos, mientras que la renta variable y los bonos del Tesoro de EE.UU. han seguido subiendo.

Sin embargo, los inversores siguen algo nerviosos en vísperas de Halloween. Y es que los bancos regionales estadounidenses provocaron una breve espantada en los mercados después de que Zions Bancorp y Western Alliance Bancorp informaran de préstamos dudosos ligados a fondos que invierten en hipotecas comerciales morosas. Estos acontecimientos se sumaron a las recientes quiebras de Tricolor Holdings, entidad de crédito de alto riesgo, y de First Brands Group, proveedor de componentes de automoción, provocando caídas generalizadas en el sector bancario al temer que pudiera haber más problemas de crédito acechando entre las sombras.

La evolución macroeconómica también contribuyó al misterio. Japón se ha sumado al relato global de los estímulos con unas primeras declaraciones de la nueva primera ministra nipona, Sanae Takaichi, que apuntan a un aumento del gasto público. Veríamos así otra gran economía que se suma a la lista de países que proporcionan apoyo fiscal. En cuanto a China, el crecimiento del producto interior bruto se ha reducido hasta el 4,8%, algo menos que el 4,7% previsto, aunque el crecimiento del

5,2% en lo que va de año mantiene a Beijing en la senda de su objetivo del 5% para este año. Las valoraciones de la renta variable china nos parecen bajas y creemos que estos valores pueden ofrecer diversificación frente a una exposición concentrada en inteligencia artificial (IA).

Hablando de IA, muchos inversores se preguntan si estamos ante una burbuja. La experiencia de la década de 1990 nos puede servir de orientación. En aquella ocasión, los múltiplos de la renta variable se dispararon hasta casi 100 veces los beneficios antes de la burbuja de las puntocom¹, situación que dista mucho de la actual. Más allá de eso, la mayoría de las empresas de Internet que más subían por entonces no eran rentables, mientras que los titanes tecnológicos actuales son rentables. La mayoría también tienen una posición de efectivo neta. Por tanto, antes de que podamos hablar de una burbuja, probablemente tendríamos que empezar a ver actividad corporativa como compras apalancadas, emisión de acciones o unas recompras desmesuradas. Hay señales tempranas, como la revisión por parte de la Securities and Exchange Commission de EE.UU. de un producto del NASDAQ con un apalancamiento de cinco veces que se ha presentado para su autorización², que apuntan a un interés por parte de los inversores minoristas de recurrir al apalancamiento, pero todavía es pronto para confirmarlo.

En esta edición de Investors' Outlook, encontrará las perspectivas de Multi Asset Boutique para 2026, un análisis detallado de los precios del cacao y nuestra opinión sobre el mercado de valores.

→ Webcast

Para ver nuestro webcast sobre los desarrollos recientes del mercado, haga clic [aquí](#).

¹ Ver «Glosario y fuentes» en la p. 19.

4 Estrategia de inversión



—
Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

A través de la niebla

Octubre comenzó con el cierre del Gobierno estadounidense, el vigésimo desde 1976, que envió a miles de trabajadores federales a casa y suspendió importantes informes económicos. La Oficina de Estadísticas Laborales, la Oficina de Análisis Económico y la Oficina del Censo han suspendido temporalmente la recopilación y publicación de datos, con algunas excepciones.

Los mercados recurrieron a fuentes alternativas para evaluar el estado de la economía y se encontraron con un panorama mixto. Los datos sobre nóminas privadas de ADP³ sugirieron que en septiembre se perdieron unos 32 000 puestos de trabajo, mientras que los datos sobre tarjetas de crédito y otros gastos de alta frecuencia apuntaban a una menor actividad de los consumidores. Los inversores llegaron a la conclusión de que el mercado laboral, antes tan activo, se ha enfriado y las empresas se muestran cautelosas a la hora de contratar, aunque los datos aún no reflejan despidos generalizados.

La falta de datos oficiales no disuadió a la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) de recortar los tipos de interés en octubre, y los responsables políticos expresaron su

preocupación por el mercado laboral. Las opiniones parecen diferir sobre si se producirá otro recorte este año, y está por verse si la Fed seguirá adelante con otro recorte en la sesión del 9 y 10 de diciembre. Para entonces, estaremos en el sprint final del año, y nuestra atención ya empieza a mirar a 2026. ¿Cuál es nuestra perspectiva? Seguimos siendo optimistas sobre el crecimiento mundial ante la perspectiva de una política monetaria acomodaticia y medidas favorables al crecimiento. No preveemos que se repita el tipo de aumento de la inflación observado en 2021 – 2022. También reiteramos que, dado que 2026 es un año de elecciones a mitad de mandato, es probable que el presidente de EE.UU., Donald Trump, tenga un incentivo para minimizar la incertidumbre.

Por ello, el Comité de Inversiones de Vontobel Multi Asset Boutique ha decidido mantener sin cambios su actual asignación de activos. Los detalles se pueden encontrar en la página 5, y nuestras perspectivas generales para 2026 a partir de la página 7.

	INFRAPONDERADO ⁴		NEUTRAL ⁵	SOBREPONDERADO ⁶		
	significativamente	ligeramente		ligeramente	significativamente	
1 Liquidez			→			Mantenemos una postura neutral en efectivo, listos para aprovechar oportunidades.
2 Renta fija		→				Dentro de la renta fija, preferimos los bonos gubernamentales y de mercados emergentes (ME), manteniendo una postura neutral. Continuamos con una infraponderación en bonos corporativos de grado de inversión. En nuestra opinión, tras el estrechamiento de los diferenciales desde el «Liberation Day», los yields actuales no ofrecen una compensación adecuada en comparación con los niveles históricos, especialmente al considerar los riesgos y la volatilidad del mercado. El mismo razonamiento se aplica a los bonos de high yield, donde también mantenemos una postura infraponderada.
3 Renta variable				→		Si se mantienen nuestras hipótesis de base (detalles en la página 7), consideramos que la renta variable seguirá superando a la renta fija. Por ello, mantenemos una posición sobreponderada en renta variable e infraponderada en renta fija. Nuestra sobreponderación en acciones se centra en valores de la Eurozona y de ME, ya que consideramos que ambas regiones podrían beneficiarse de la debilidad prevista del dólar estadounidense, presentan valoraciones relativas atractivas y probablemente se verán favorecidas por estímulos domésticos. Mantenemos una postura neutral en acciones suizas, estadounidenses y japonesas.
4 Oro			→			También mantenemos una postura neutral respecto al oro, que continuó su racha de máximos históricos en octubre, superando los 4300 USD por onza. Uno de los factores clave fue la creciente expectativa de que la Fed seguiría recortando los tipos de interés, ya que unos tipos más bajos hacen que activos sin rendimiento como el oro resulten más atractivos. La fuerte demanda de refugio seguro (impulsada por las tensiones comerciales, el cierre del gobierno estadounidense y los temores de devaluación monetaria) aumentó el atractivo del oro como cobertura. Además, varios bancos centrales siguieron incrementando sus reservas, apoyados por sólidas entradas en fondos cotizados respaldados por oro. Sin embargo, a finales de mes, el metal sufrió una corrección superior al 5% en un solo día, tras la toma de beneficios, la apreciación del dólar y una menor demanda de refugio. Aunque los factores a largo plazo, como el endeudamiento, la preocupación por la devaluación y los esfuerzos de desdolarización de los bancos centrales, siguen vigentes, la reciente corrección evidencia que el rápido repunte del oro pudo haber sido excesivo.
5 Materias primas			→			Mantenemos una postura neutral respecto a las materias primas. Durante gran parte de 2025, la economía global ha crecido por debajo de su potencial, lastrada por preocupaciones sobre guerras comerciales y por la incertidumbre política. De cara al futuro, varias de nuestras hipótesis de referencia respaldan esta clase de activos cíclicos, incluidas las mejoras previstas en los índices del sector manufacturero global (PMI ⁷) y la persistente debilidad del dólar estadounidense. Sin embargo, para adoptar una postura más alcista, tendríamos que ver una mayor presión inflacionaria y una reducción del exceso de oferta de petróleo.
6 Estrategias alternativas			→			Confirmamos nuestra posición neutral en fondos alternativos y bienes raíces.

Nota: Las opiniones están actualizadas a octubre de 2025. Sujetas a cambios sin previo aviso.

Cambios mensuales: sin cambios → aumento ↗ disminución ↘

6 Aspectos destacados del mercado

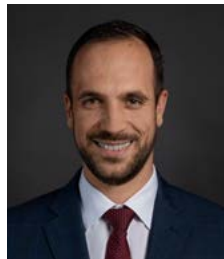


Un año de sorpresas y regalos queda atrás ... y nos preparamos para más

«¿Truco o trato?» Es el clásico estribillo de Halloween, pero durante el segundo mandato del presidente estadounidense Donald Trump, no fueron los niños disfrazados los que llamaron a las puertas, sino el propio Trump. Con sus impredecibles políticas comerciales y exteriores, mantuvo en vilo a los mercados mundiales, inquietando a los inversores con la incertidumbre sobre lo que podría suceder a continuación. ¿Sería un truco, en forma de aranceles, sanciones o tensiones geopolíticas, o un trato, como un acuerdo comercial sorpresa o un repunte del mercado bursátil? En el verdadero espíritu de Halloween, ocasionalmente Trump también repartió dulces, recompensando a los inversores con ráfagas de optimismo y ganancias inesperadas en medio del caos.



—
Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel



—
Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Desde que volvió al cargo a finales de enero, Trump ha llevado a cabo una agenda audaz: medidas comerciales radicales, políticas industriales agresivas, una profunda desregulación y una expansión del poder ejecutivo. En ocasiones, la interacción de estas iniciativas suscitó más preguntas que respuestas, tanto para las empresas y los inversores como para la macroeconomía en general.

En el frente de la guerra comercial, la avalancha de aranceles de Trump provocó ondas expansivas en las cadenas de suministro mundiales, lo que suscitó preocupación por el aumento de los costes de los insumos para las

empresas y, en última instancia, para los consumidores. Los socios comerciales respondieron amenazando con aranceles de represalia y/o desviando sus mercancías a otros destinos. Las empresas, en particular las que tienen su sede en EE.UU., respondieron de dos maneras distintas. En primer lugar, muchas se apresuraron a acumular existencias para adelantarse a los aranceles previstos⁸. Al hacerlo, distorsionaron significativamente varios indicadores macroeconómicos, como los datos de exportación mundial y las cifras del producto interior bruto (PIB) de EE.UU. En segundo lugar, otras muchas pospusieron sus planes de inversión y contratación.

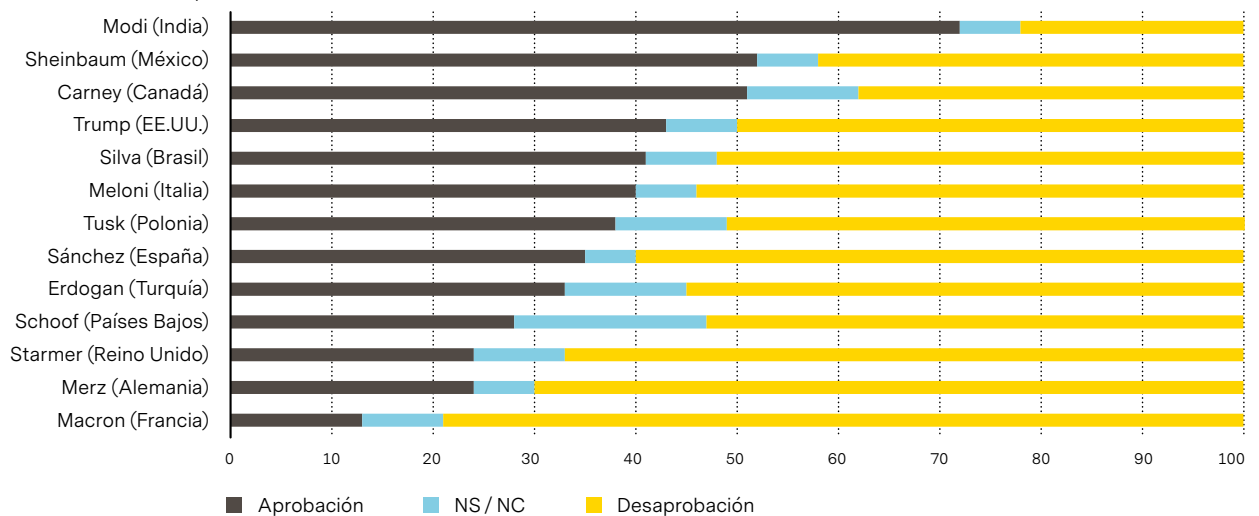
Esto también ha dejado huella en el mercado laboral estadounidense, que antes estaba al rojo vivo. Si bien la tasa de desempleo se mantiene en un mínimo histórico del 4,3%, la creación de empleo en el sector privado se ha ralentizado e incluso se ha vuelto negativa desde el verano. La publicación de un informe mensual especialmente débil sobre el empleo, provocó el despido de un alto funcionario del Ministerio de Trabajo, lo que suscitó dudas sobre la fiabilidad de los datos estadounidenses. A pesar de la relajación general del mercado laboral, algunos sectores, especialmente los que dependen de la mano de obra inmigrante, siguen estando muy tensionados, en gran parte debido a la postura dura de Trump en materia de inmigración.

Las políticas de Trump también influyeron en los últimos informes sobre la inflación en EE.UU. Tras el descenso de los precios al consumo a principios de año, que cayeron

8 Aspectos destacados del mercado

Gráfico 1: Los líderes mundiales deben actuar de manera decisiva (con medidas favorables al crecimiento) para asegurar su supervivencia política

Clasificación del nivel de aprobación de líderes mundiales



Fuente: Morning Consult, Vontobel; período: del 1 al 7 de octubre de 2025.

hasta el 2,3% interanual en abril, estos han aumentado de forma constante, alcanzando el 3,0% en septiembre, con notables subidas en los precios de los bienes y los alimentos. A pesar de las afirmaciones de Trump de que los exportadores extranjeros asumirían el coste de la guerra comercial, la inflación sigue siendo benigna en regiones como la zona euro (+2,1% en octubre), China (-0,3% en septiembre) y Suiza (+0,1% en octubre).

En medio de un mercado laboral en declive, tensiones geopolíticas persistentes y precios obstinadamente altos, los consumidores estadounidenses se han vuelto cada vez más pesimistas. El índice de confianza del consumidor de la Universidad de Michigan se enfrió por tercer mes consecutivo en octubre, mientras que el indicador del Conference Board reflejó una perspectiva igualmente cautelosa. Esta tendencia ha llevado a algunos consumidores, especialmente a los de ingresos bajos y medios, a reducir sus gastos. Aunque este cambio puede no ser inmediatamente visible en los datos de ventas minoristas (que no están ajustados a la inflación⁹), es más evidente en el gasto en consumo personal, un componente clave del PIB estadounidense.

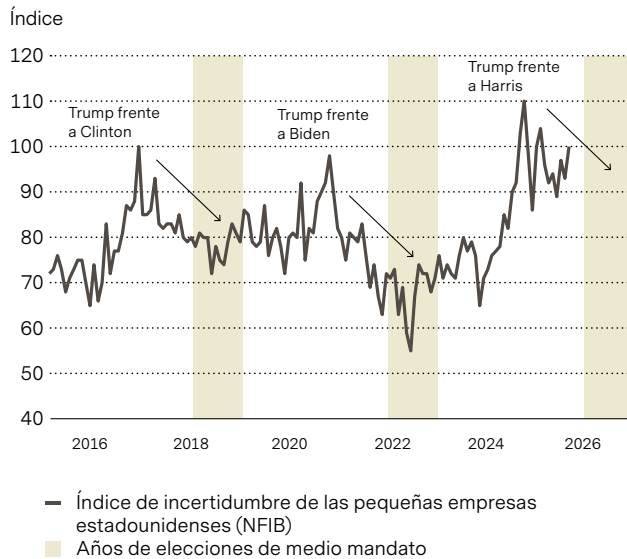
La combinación de la desaceleración del crecimiento, la inflación persistente y la visibilidad limitada complicó el camino de la Fed hacia la reducción de los tipos de interés.

A pesar de la presión pública de Trump para que bajara los tipos, el presidente de la Fed, Jerome Powell, citó la incertidumbre política y los riesgos de inflación como razones para mantenerlos. Como resultado, la Fed se mantuvo en espera durante varios meses antes de reanudar finalmente en septiembre los recortes de las tasas de interés. En otros lugares, los principales bancos centrales continuaron con su política de flexibilización sin grandes alteraciones. Varios miembros del Banco Central Europeo han señalado que, tras ocho recortes de tipos, «el ciclo de flexibilización está cerca de su fin o ha llegado a su fin¹⁰». Y el Banco Nacional Suizo ha reducido los tipos a cero y ha indicado que el listón para aplicar tipos de interés negativos sigue siendo alto¹¹.

Nuestro escenario económico de referencia para 2026: prepararse para más sorpresas, pero también para más gratificaciones

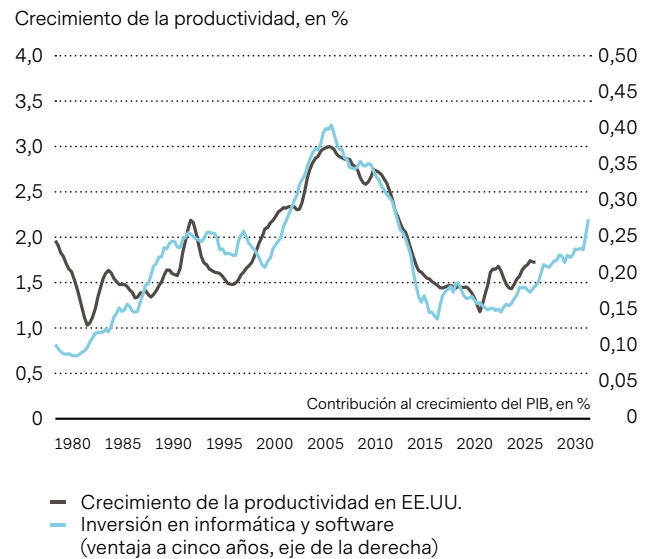
A medida que nos acercamos a 2026, ¿qué nos puede deparar en términos de crecimiento económico, inflación y política monetaria? En cuanto al crecimiento mundial, nuestras perspectivas son constructivas, y hay varias razones para ello. En primer lugar, la mayoría de los bancos centrales del mundo siguen en un ciclo de recortes de tipos en lugar de subidas. Esto incluye al que posiblemente sea el más influyente, la Fed, que aún tiene un largo camino por recorrer antes de alcanzar un territorio

Gráfico 2: La incertidumbre política solía alcanzar mínimos en años de elecciones de medio mandato



Fuente: LSEG, Vontobel; a 24 de octubre de 2025.

Gráfico 3: La inversión en tecnología solía registrar una buena ventaja en el crecimiento de la productividad



Fuente: LSEG, Vontobel; a 24 de octubre de 2025.

«neutral». Según las propias proyecciones de la Fed, el tipo de interés neutral se sitúa en torno al 3%, lo que implica que se necesitarían aproximadamente cuatro recortes adicionales para alcanzar ese nivel. Dado que la política monetaria suele afectar a la economía «real» con un cierto retraso, esperamos que el impacto positivo de las bajadas de tipos pasadas (y futuras) se mantenga hasta bien entrado el año 2026. Si observamos los préstamos y arrendamientos de los bancos comerciales estadounidenses, vemos que muchos bancos han aumentado su actividad crediticia, impulsados por la bajada de los tipos de interés y las expectativas de flexibilización normativa (después de que Trump nombrara a Michelle Bowman, miembro de la Fed, vicepresidenta de supervisión, Bowman ha abogado por una revisión de la normativa bancaria).

En el ámbito fiscal, creemos que los líderes políticos de todo el mundo tendrán que dar un paso al frente y aplicar medidas más favorables al crecimiento, al menos si quieren garantizar su supervivencia política. Esto es especialmente importante para los líderes europeos, que distan mucho de gozar de una gran popularidad (gráfico 1). Según las estimaciones del Fondo Monetario Internacional, se prevé que los déficits fiscales sigan siendo elevados el próximo año, y se prevé que varios países (por ejemplo, Alemania, China e India) incluso los aumenten.

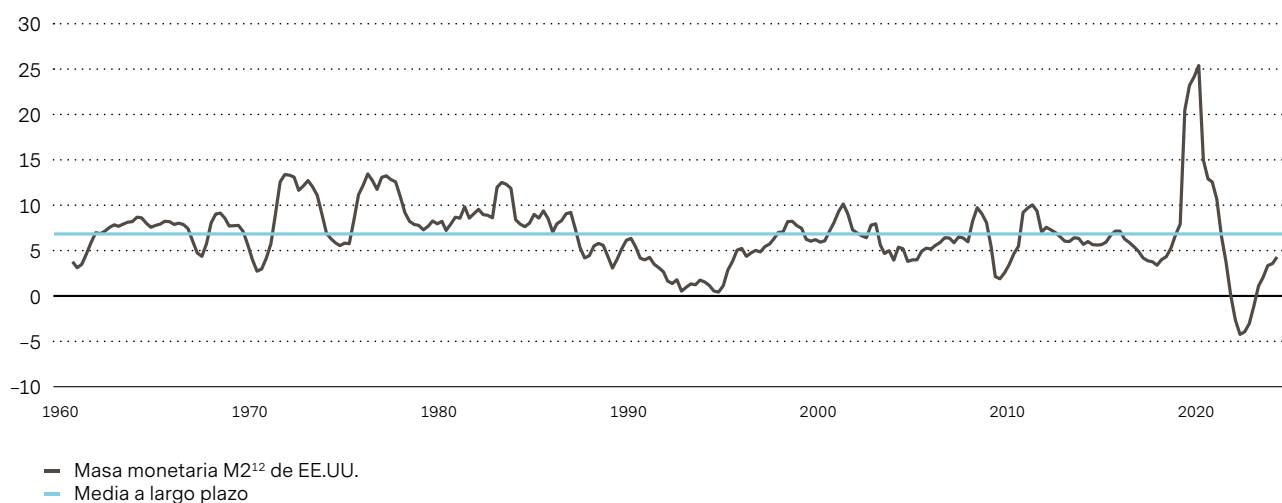
En EE.UU., creemos que Trump tiene fuertes incentivos para evitar introducir una incertidumbre excesiva y, en cambio, centrarse en reducirla. Las inminentes elecciones de mitad de mandato, previstas para el 3 de noviembre de 2026, determinarán el control del Parlamento, donde los republicanos actualmente tienen una escasa mayoría en ambas cámaras. Como se muestra en el gráfico 2, la incertidumbre política ha alcanzado históricamente sus niveles más bajos durante los años de elecciones de mitad de mandato. Esto no es de extrañar, ya que la incertidumbre no suele ser útil a la hora de intentar asegurar la victoria electoral. Creemos que la próxima revisión conjunta del Acuerdo Estados Unidos-México-Canadá (USMCA), prevista para julio de 2026, también puede ofrecer a Trump la oportunidad de buscar lo que él probablemente llamaría «grandes» acuerdos comerciales.

Por último, vemos potencial para un aumento de la productividad impulsado por una mayor adopción de la inteligencia artificial (IA). La década de 1990 sirve como un poderoso recordatorio de cómo los avances tecnológicos pueden impulsar el crecimiento económico sin provocar una inflación significativa (gráfico 3). Durante ese período, la adopción de ordenadores, Internet y otras herramientas digitales mejoró la productividad en todos los sectores, lo que permitió una comunicación más rápida, una mayor automatización y una mayor eficiencia. El aumento

10 Aspectos destacados del mercado

Gráfico 4: El crecimiento de la masa monetaria de EE.UU. se sitúa muy por debajo de los niveles que anteriormente habían preparado el terreno para una subida de la inflación

Variación porcentual interanual



Fuente: LSEG, Vontobel; a 24 de octubre de 2025.

de la productividad permitió a las empresas pagar salarios más altos sin subir los precios.

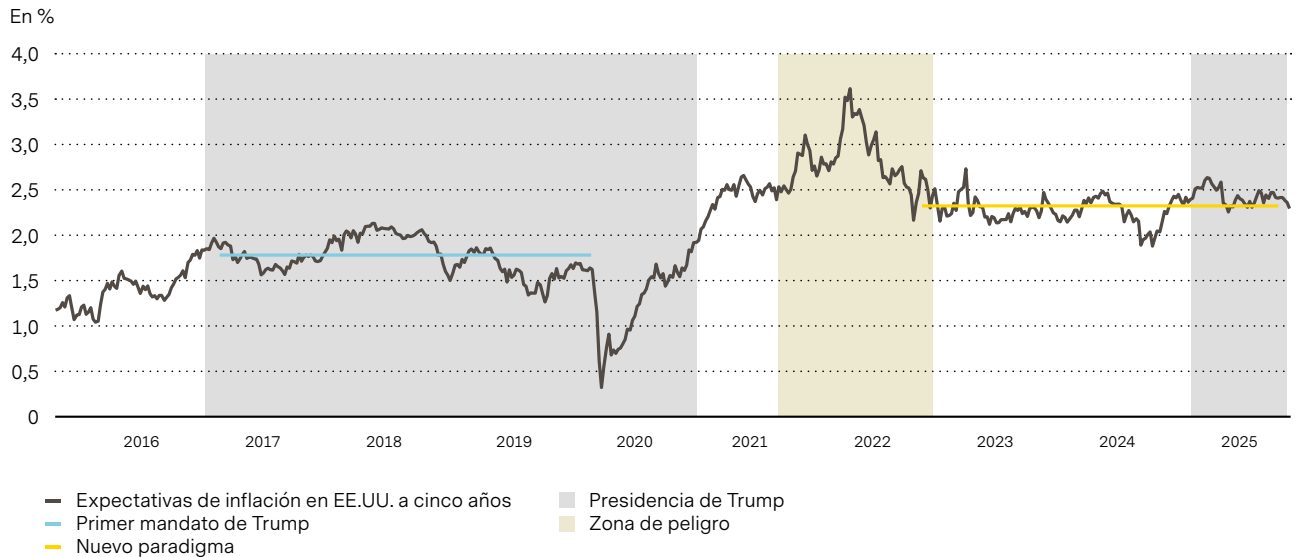
¿Cuál es nuestra perspectiva sobre la inflación? Es probable que los consumidores estadounidenses sientan el impacto del aumento de los aranceles en 2026. En este momento, se cree que las empresas estadounidenses han trasladado parte, pero no la totalidad, de los costes relacionados con los aranceles a los consumidores, y esperamos que se produzca un mayor traspaso a medida que avance el año. También prevemos que la debilidad del dólar estadounidense probablemente provocará un aumento de los precios de los productos importados. Dicho esto, no esperamos un fuerte repunte de la inflación similar al de 2021–2022. ¿Por qué? En primer lugar, los precios de los productos tienen un peso mucho menor en la cesta de la inflación estadounidense que, por ejemplo, los precios de los servicios. En segundo lugar, los aranceles actúan como un impuesto sobre los consumidores, reduciendo la renta disponible y limitando el gasto. En tercer lugar, aunque esperamos que la Fed recorte los tipos de interés hasta niveles «neutros» en los próximos meses, no prevemos que se adentre en territorio «acomodaticio» (es decir, estimulante). Si bien la oferta monetaria estadounidense está aumentando, sigue estando muy por debajo de los niveles que históricamente sentaron las bases para una inflación significativamente más alta (grá-

fico 4). En cuarto lugar, a medida que el mercado laboral estadounidense se debilita, los trabajadores pierden poder de negociación, lo que reduce la presión al alza sobre los salarios. En quinto lugar, actualmente tampoco observamos problemas importantes de suministro o de la cadena de suministro: la Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus aliados (OPEP+) siguen aportando petróleo crudo adicional al mercado hasta finales de diciembre, y el aumento de las reservas de la OCDE ha mantenido los precios entre 60 y 65 USD por barril. También seguimos creyendo que China «exportará» deflación al mundo debido a la importante sobreproducción en industrias clave, como los vehículos eléctricos y los paneles solares. Por último, también creemos que la adopción generalizada de la inteligencia artificial puede tener un efecto desinflacionista.

Riesgos para nuestras perspectivas para 2026

Como es habitual, existen riesgos en nuestro outlook. Uno de los riesgos para el crecimiento, como era de esperar, es el propio Trump. Aunque creemos que tendría sentido reducir la incertidumbre en un año de elecciones intermedias, no podemos estar seguros de que Trump comparta esta opinión. El tipo arancelario de EE.UU., medido como los ingresos por derechos de aduana como porcentaje de las importaciones de bienes duraderos, se sitúa actualmente en un máximo de varias décadas, en

Gráfico 5: Probablemente haya escaso margen para experimentos políticos sin consecuencias graves



Fuente: LSEG, Vontobel; a 24 de octubre de 2025.

torno al 10%. Sin embargo, esto no significa necesariamente que no pueda aumentar aún más; durante la primera mitad del siglo XX, el tipo era aproximadamente el doble. La guerra entre Rusia y Ucrania supone otro riesgo para nuestras perspectivas de crecimiento. Aunque sigue siendo posible un alto el fuego, el conflicto podría seguir escalando y provocar una crisis del precio del petróleo antes de que se alcance una solución. Tampoco debemos olvidar los problemas fiscales de varias economías. Francia se enfrenta a un elevado déficit en medio de un estancamiento político, mientras que EE.UU. lidia con altos niveles de deuda y elevados costes de financiación. También hay que tener en cuenta la dimensión jurídica, ya que el Tribunal Supremo podría declarar ilegal la guerra comercial de Trump. Varias pequeñas empresas y estados gobernados por los demócratas están impugnando los aranceles a las importaciones, argumentando que suponen un aumento de impuestos de 3 billones USD para los estadounidenses y exceden la autoridad presidencial. Si el Gobierno estadounidense se viera obligado a devolver los ingresos arancelarios, podría desencadenar una crisis fiscal. Otra preocupación es la posibilidad de que se agrave la crisis crediticia (véase, por ejemplo, las recientes quiebras que han afectado al proveedor de piezas de automóvil First Brands y al prestamista de financiación de automóviles Tricolor, lo que ha llevado al director ejecutivo de JPMorgan Chase, Jamie Dimon, a advertir de

que habrá «más cucarachas» en la economía estadounidense¹³.

Un riesgo para nuestras perspectivas de inflación es la devaluación del tipo de cambio (FX). El dólar estadounidense ya se ha depreciado aproximadamente un 10% frente a una cesta de las principales divisas en 2025, y muchas de las medidas de Trump, en particular la posible sustitución del presidente de la Fed, Powell, por un sucesor más moderado, podrían ejercer una presión bajista adicional sobre el dólar. Un dólar significativamente más débil podría impulsar aún más la inflación importada.

Dicho esto, las expectativas de inflación a largo plazo en EE.UU. han superado el rango en el que se mantuvieron durante el primer mandato de Trump. Tras alcanzar un máximo superior al 3,5% durante la crisis de inflación de 2022–2023, ahora han pasado a un nuevo paradigma más alto. Esto es importante porque, cuando las expectativas de inflación aumentan considerablemente, corren el riesgo de convertirse en profecías autocumplidas, lo que influye en el comportamiento de los consumidores y, por lo tanto, podría elevar los niveles de inflación. Creemos que esto deja poco margen a los políticos para recurrir a demasiados «trucos» sin enfrentarse a graves consecuencias (gráfico 5).

Analizar el tono mientras no haya datos



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income &
FX Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Con el cierre del gobierno de EE.UU., que ha interrumpido la publicación de datos económicos oficiales, los mercados navegan sin su brújula habitual. El flujo constante de cifras sobre empleo, gasto, precios y producción se ha detenido, dejando que las encuestas de sentimiento y las anécdotas llenen ese vacío. En ese contexto, el tono prevalece sobre la tendencia. Los inversores analizan cada discurso de la Fed, cada informe de resultados empresariales y cada dato de tarjetas de crédito en busca de indicadores. La percepción se convierte en una fuerza del mercado por sí misma.

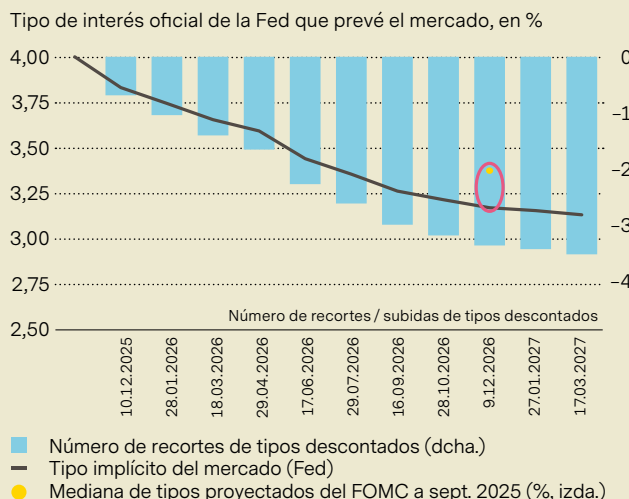
En su última reunión, la Fed recortó los tipos en 25 puntos básicos, hasta el 4,00%. La decisión era esperada, pero Jerome Powell advirtió que no está asegurado otro recorte este año. Hubo división interna, y Powell señaló que las posturas reflejan visiones muy distintas sobre los riesgos y el panorama económico. Powell subrayó el reto de actuar sin datos completos: «Cuando conduces con niebla, reduces la velocidad¹⁴», dijo, sugiriendo que la falta de datos podría influir en la reunión de diciembre.

Los mercados están anticipando recortes de tipos mayores para el próximo año de lo que la Fed está señalando (gráfico 1), a pesar de que los datos laborales muestran poca debilidad adicional. Sin embargo, consideramos que este no es el momento de retomar posiciones bajistas, ya que la sensibilidad a la calidad crediticia y las tensiones comerciales siguen siendo elevadas.

High yield: carry, pero con poco colchón

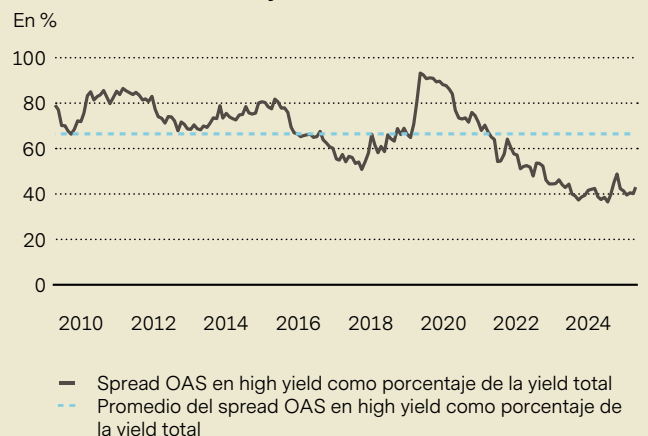
El segmento high yield sigue ofreciendo carry, pero proporciona poco colchón. En nuestra opinión, la prima de crédito es reducida. Los spreads representan aproximadamente el 42% del rendimiento total frente a un promedio histórico cercano al 66%. Al observar el gráfico 2, se aprecia cómo la compensación por riesgo de crédito se ha erosionado en la última década. Los yields totales se sitúan cerca de máximos de varios años, pero una menor proporción de esos ingresos proviene del spread. En términos sencillos, los inversores reciben más por la tasa libre de riesgo que por la verdadera compensación crediticia. Así que, aunque el rendimiento total parece razonable y las perspectivas de rentabilidad total son sin duda aceptables, consideramos que el margen de error no lo es. Creemos que existe poco colchón frente a un crecimiento más débil o un aumento en los defaults. Para nosotros, esto es carry sin red de seguridad, y es poco probable que el retorno provenga de un estrechamiento de los spreads. En términos agregados, consideramos que el argumento a favor del crédito generalizado es débil y que la selección activa es fundamental. Preferimos basarnos en la calidad del emisor, la estructura y la liquidez, y creemos que aquí es donde la gestión activa demuestra su valor.

Gráfico 1: Lo que descuentan los mercados y lo que señala la Fed



Fuente: LSEG, Vontobel; a 3 de noviembre de 2025.

Gráfico 2: El peso de los spreads representa cada vez menos en el total de la yield



Fuente: LSEG, Vontobel; a 22 de octubre de 2025.

¿Boom de inversión en inteligencia artificial o burbuja?



— **Mario Montagnani**
Senior Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Tanto los inversores bajistas como los alcistas se han visto envueltos en intensos debates sobre el auge de las inversiones relacionadas con la IA, las elevadas valoraciones de las empresas expuestas a esta tendencia y el ecosistema autosostenible que se está formando a su alrededor. Muchos ahora se preguntan si estamos ante la próxima gran burbuja (gráfico 1).

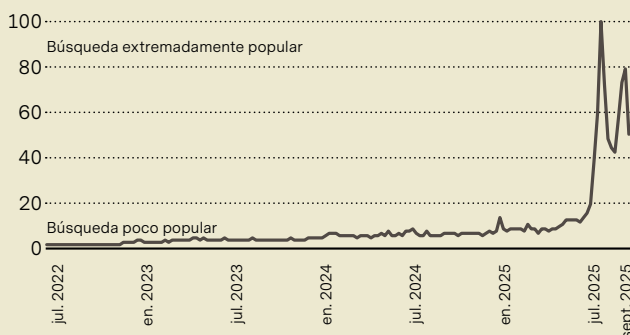
Las advertencias sobre una posible burbuja de inteligencia artificial se han multiplicado en los últimos meses, tanto desde instituciones financieras como de los propios líderes del sector. Aunque pocos dudan del potencial transformador de la IA a largo plazo, muchos reconocen posibles retrocesos. Estas preocupaciones surgen en medio de una racha bursátil aparentemente imparable, impulsada en gran parte por unas pocas grandes tecnológicas estadounidenses con fuerte exposición a la IA y valoraciones elevadas. Incluso el gobierno de EE.UU. ha tomado participaciones en algunas de estas firmas, financiando importantes iniciativas relacionadas con la IA como el proyecto Stargate¹⁵, y exhortando a los gigantes tecnológicos a comprometerse con inversiones nacionales en inteligencia artificial de varios miles de millones de dólares en los próximos años. Sin embargo, el gasto de

capital en centros de datos muestra solo una parte de la historia. La demanda de energía cuenta otra, pues se ha convertido en una limitación crítica. Por ejemplo, los contratos recientes de OpenAI, propietaria de ChatGPT, implican compromisos eléctricos por 17 gigavatios¹⁶, equivalentes a unas 17 centrales nucleares¹⁷. Esto ha generado preocupación ante la posibilidad de que la combinación de valoraciones, flujos de inversión circulares y creciente demanda energética esté creando un vórtice autosostenible que sigue expandiéndose, pero con poca claridad sobre cómo se monetizarán los retornos.

El impacto de las inversiones impulsadas por la inteligencia artificial en el crecimiento del PIB real de EE.UU. ya es evidente (gráfico 2). Con un PIB anual cercano a 30 billones USD, el gasto vinculado a la IA aporta ya más del 1% al crecimiento trimestral, es decir, cerca de un tercio de la expansión total. En otras palabras, la IA se ha convertido en un motor clave de la economía estadounidense. Pero ¿estamos ante una burbuja? Nuestro análisis multicriterio, que compara las condiciones actuales con burbujas pasadas, ofrece una visión matizada: algunas señales apuntan a un sobrecalentamiento creciente, mientras que otras sugieren que el contexto actual difiere notablemente de episodios especulativos previos. Un menor apalancamiento, menos salidas a bolsa no rentables, valoraciones relativas más razonables y sólidas contribuciones de ganancias de los líderes en IA al índice S&P 500 sugieren un entorno más equilibrado y sostenible, coherente con las fases iniciales de adopción de tecnologías disruptivas en el pasado. Si bien se recomienda mantener la vigilancia, consideramos que las acciones tecnológicas estadounidenses vinculadas a la IA no están en una burbuja, al menos por ahora.

Gráfico 1: Se han disparado las búsquedas mundiales de «burbuja IA» en Google

Google Trends, expresión «burbuja de la IA»

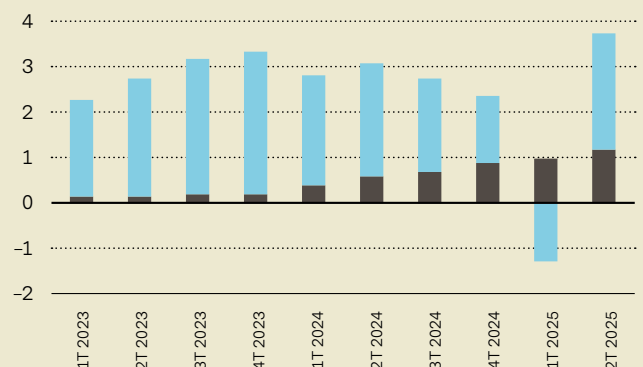


Nota: Un valor de 100 representa el nivel máximo de popularidad del término. Un valor de 50 significa que el término tiene la mitad de popularidad. Un valor de 0 significa que no se dispone de datos suficientes para ese término.

Fuente: Google Trends, Vontobel; a 23 de octubre de 2025.

Gráfico 2: Contribución de la inversión en tecnología e IA al crecimiento trimestral del PIB de EE.UU.

Crecimiento trimestral del PIB real de EE.UU., en %



■ Crecimiento trimestral del PIB real de EE.UU., en %
■ Contribución del resto de la economía, en %

Fuente: Bloomberg, Vontobel; a 23 de octubre de 2025.

Todo lo dulce tiene su lado amargo



—
Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Los precios del cacao, que en su día fueron los protagonistas del auge de los precios de las materias primas, han comenzado a bajar, dejando a los comerciantes y productores ante un mercado que ha pasado de ser rico y cremoso a ser un poco amargo.

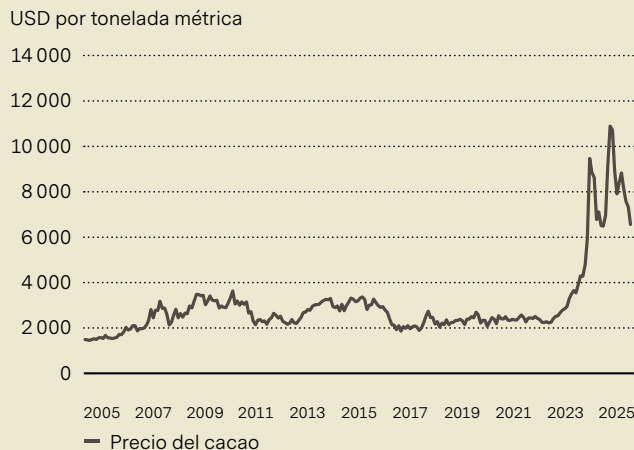
Durante años, los precios del cacao parecían seguir una única trayectoria: al alza. El año pasado, estos pequeños granos superaron temporalmente los 12 000 USD por tonelada métrica. Sin embargo, en el momento de redactar este artículo, los precios se situaban en torno a 6 000 USD (gráfico 1). Varios factores han contribuido a este cambio de tendencia. Lo más significativo es que las expectativas de suministro mundial han mejorado tras varias temporadas de perturbaciones climáticas. En África Occidental, que produce el 70 % del cacao mundial, las condiciones se han estabilizado. Las lluvias en Costa de Marfil, principal productor, han aliviado las presiones sobre el suministro, mientras que Ghana, el segundo mayor, adelantó dos meses su cosecha 2024 – 2025, contribuyendo a reducir los temores de escasez. Además, la Unión Europea ha propuesto aplazar un año más su ley contra la deforestación. Este aplazamiento puede aliviar temporalmente el aumento de los costes y

las complejidades de la producción, ya que Europa representa más de un tercio (36%) de la demanda mundial de cacao.

Al mismo tiempo, los indicadores de la demanda se han debilitado (gráfico 2). La molienda de cacao¹⁸, un indicador clave de la demanda del sector del chocolate, disminuyó un 4,8% interanual en Europa y un 3,4% en Asia en el tercer trimestre. Dado que los precios siguen siendo elevados en términos históricos, los fabricantes han respondido reduciendo compras o ajustando formulaciones, lo que ha contribuido a la presión bajista. El posicionamiento especulativo también ha cambiado: los fondos de cobertura y otros inversores que apostaron por el cacao en 2024 comenzaron a liquidar agresivamente sus posiciones a inicios de 2025, acelerando la caída. Los gobiernos de los países productores también han reaccionado. En octubre, Costa de Marfil elevó el precio en origen a un récord de 2 800 francos CFA por kilo para la cosecha 2025-2026 con el fin de apoyar a los agricultores, lo que podría animarlos a vender sus granos en lugar de retenerlos para impulsar los precios.

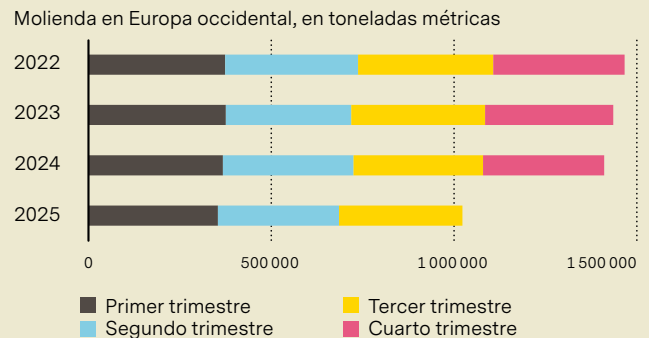
En octubre, el mercado del cacao parece haber entrado en una fase más estable, con precios en un rango más bajo y menos volátil. Aunque no se puede descartar un nuevo repunte si las cosechas decepcionan o la demanda repunta inesperadamente, los máximos impulsados por el pánico de 2024 parecen haber quedado atrás. Los mercados están siguiendo de cerca los datos de molienda del cuarto trimestre y el resultado de la cosecha principal de África Occidental. Por ahora, el cacao parece haberse estabilizado en un entorno comercial más impulsado por los fundamentos.

Gráfico 1: Un amargo comienzo de año



Fuente: Organización Internacional del Cacao (ICCO), Vontobel, a 20 de octubre de 2025.

Gráfico 2: Ha caído la demanda de los fabricantes de chocolate



Nota: La molienda de cacao en Europa occidental señala la demanda de productos de cacao y de chocolate por parte de los fabricantes de chocolate. Un aumento es indicativo de un incremento de la demanda, mientras que una reducción refleja un descenso de la demanda que, por ejemplo, puede deberse a unos precios elevados, a problemas de la cadena de suministro o a cambios en los hábitos de consumo.

Fuente: StatSer, Leusden, Países Bajos; datos del tercer trimestre de 2025.

Sin sustos para el dólar y el franco suizo lanza su hechizo



— **Christopher Koslowski**
Senior Fixed Income &
FX Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

El cierre del gobierno de Estados Unidos que comenzó el 1 de octubre ha tenido, hasta ahora, poco efecto inmediato sobre el dólar estadounidense, al igual que en cierres anteriores, incluido el de 2018–2019, cuando la moneda se mantuvo relativamente estable. Sin embargo, si el cierre se prolonga, su impacto podría volverse más notable, afectando potencialmente al crecimiento del PIB y al gasto de los consumidores.

El secretario del Tesoro de EE.UU., Scott Bessent, ha advertido de que el cierre podría costar 15 000 millones USD por semana¹⁹ a la economía, lo que podría reducir el crecimiento del PIB en 0,1–0,2 puntos porcentuales por semana. El Council of Economic Advisers proyecta una caída de 30 000 millones USD en el gasto de los consumidores durante un cierre de un mes²⁰. Las disrupciones económicas más significativas están relacionadas con la falta de pago de salarios, lo que afecta especialmente a los empleados federales y contratistas. Los trabajadores federales suelen tener garantizado el pago retroactivo, pero los contratistas no, lo que podría aumentar la presión financiera y reducir el gasto de los consumidores, y a su vez afectar a indicadores como la confianza del consumi-

dor y las ventas minoristas. A pesar de estos acontecimientos, el US Dollar Index subió un 1,3% entre el 1 y el 23 de octubre (gráfico 1).

Ganancias récord para el franco suizo

El franco suizo se prepara para registrar ganancias récord en 2025, impulsado por factores estructurales como la salud fiscal, una deuda manejable y superávits externos, lo que lo posiciona para seguir superando al resto de las monedas del G-10. Al analizar el comportamiento anual del franco suizo frente al dólar estadounidense (CHF/USD) desde 1971, el año de mayor apreciación para el franco se remonta a 1974 (gráfico 2). Sin embargo, 2025 se perfila como uno de sus mejores comienzos en la memoria reciente, con el franco suizo ganando terreno de forma significativa frente al dólar estadounidense. Si la tendencia actual continúa, este podría ser un año de ganancias potencialmente sin precedentes para el franco. Las incertidumbres globales en curso, incluidas las tensiones comerciales y los riesgos geopolíticos, junto con los sólidos fundamentos económicos de Suiza, como el bajo desempleo y la estabilidad política, han impulsado la demanda del franco como moneda refugio.

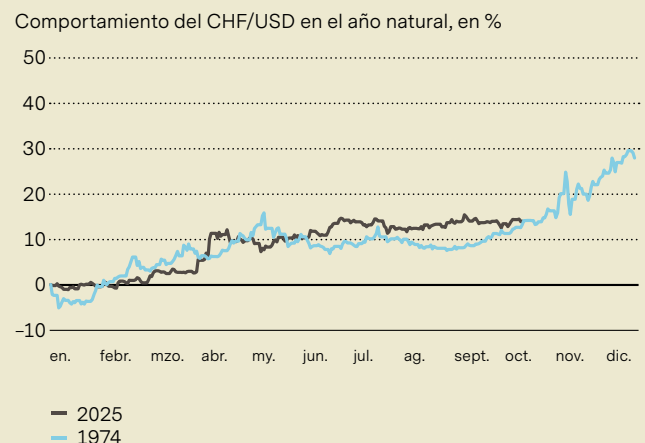
Consideramos que el atractivo del franco suizo sigue siendo sólido, especialmente a medida que factores estructurales como la salud fiscal, la dinámica de la deuda y factores externos como sus vínculos financieros y comerciales con el resto del mundo adquieren mayor relevancia para las monedas del G-10²¹. Se espera que las monedas con posiciones fiscales sólidas, deuda manejable y superávits externos continúen superando a otras.

Gráfico 1: Resiliencia del dólar pese a la incertidumbre por el cierre



Fuente: LSEG, Vontobel; a 23 de octubre de 2025.

Gráfico 2: El franco suizo registra su mejor arranque desde la década de 1970



Fuente: LSEG, Vontobel; a 22 de octubre de 2025.

Economía y mercados financieros 2024 – 2026

La siguiente lista muestra los valores reales, tipos de cambio y precios de 2024, así como las previsiones consensuadas para 2025 y 2026 del producto interior bruto (PIB), la inflación/ expectativas de inflación, los tipos de interés clave de los bancos centrales, los bonos gubernamentales a 10 años, los tipos de cambio y las materias primas.

			2025	2026	
PIB (EN %)	2024¹	ACTUAL²	CONSENSO	CONSENSO	
Global (G20)	3,0	3,3	2,4	2,5	
Zona euro	0,9	1,3	1,3	1,1	
EE.UU.	2,8	2,1	1,9	1,8	
Japón	0,1	1,7	1,1	0,7	
Reino Unido	0,9	1,4	1,4	1,2	
Suiza	1,4	1,3	1,1	1,2	
Australia	1,0	1,8	1,8	2,2	
China	5,0	4,8	4,9	4,3	
INFLACIÓN	2024³	ACTUAL⁴	CONSENSO	CONSENSO	VISIÓN DE VONTOBEL EN 2025⁵
Zona euro	2,4	2,1	2,1	1,8	↓
EE.UU.	3,0	3,0	2,8	2,9	↓
Suiza	1,1	0,1	0,2	0,6	→
TIPOS DE INTERÉS CLAVE (EN %)	2024	ACTUAL	CONSENSO 3 MESES	CONSENSO 12 MESES	VISIÓN DE VONTOBEL EN 12 MESES⁵
EUR (tipo de depósito)	3,00	2,00	1,93	1,95	→
USD (tipo de los fondos federales, límite superior)	4,50	4,00	3,61	3,26	→
CHF	0,50	0,00	-0,03	0,00	→
TIPO DE INTERÉS GOBIERNOS A 10 AÑOS (EN %)	2024	ACTUAL	CONSENSO 3 MESES	CONSENSO 12 MESES	VISIÓN DE VONTOBEL EN 12 MESES⁵
EUR (Alemania)	2,37	2,65	2,85	2,97	↓
USD	4,57	4,09	4,10	4,07	→
CHF	0,33	0,12	0,42	0,59	→
TIPOS DE CAMBIO	2024	ACTUAL	CONSENSO 3 MESES	CONSENSO 12 MESES	VISIÓN DE VONTOBEL EN 12 MESES⁵
CHF por EUR	0,94	0,93	0,94	0,96	↑
CHF por USD	0,91	0,81	0,80	0,81	↓
USD por EUR	1,04	1,15	1,19	1,21	↑
MATERIAS PRIMAS	2024	ACTUAL	CONSENSO 3 MESES	CONSENSO 12 MESES	VISIÓN DE VONTOBEL EN 12 MESES⁵
Petróleo Brent, USD por barril	75	65	62	63	↑
Oro, USD por onza troy	2625	3963	3800	3925	→
Cobre, USD por tonelada métrica	8768	10664	9935	10250	→

Nota: Las opiniones están actualizadas al 5 de noviembre de 2025. Las previsiones se basan en las condiciones y suposiciones actuales del mercado. Sujetas a cambios sin previo aviso. No garantizan resultados futuros.

¹ Sujeto a revisiones (por ejemplo, posibles revisiones de los datos del cuarto trimestre)

² Último trimestre disponible

³ Sujeto a revisiones

⁴ Último mes disponible, datos del G20 solo trimestrales

⁵ ↑ por encima del consenso, → en línea con el consenso, ↓ por debajo del consenso

Aviso de divulgación y descargo de responsabilidad

1. Aviso legal y fuentes

Este documento promocional ha sido producido por una o más empresas del Grupo Vontobel (colectivamente «Vontobel») para los clientes institucionales. La información, los análisis y las opiniones contenidos en este sitio web han sido elaborados por Vontobel Asset Management.

Vontobel Asset Management es el nombre comercial del negocio de gestión de activos de Vontobel Holding AG y sus afiliadas en todo el mundo, incluida Vontobel Asset Management, Inc.

El presente documento se ofrece exclusivamente a título informativo y su información no constituye invitación, oferta o recomendación para comprar o vender instrumentos financieros, ni para realizar transacciones o cualquier otra operación. El análisis presentado en este documento no constituye ni debe interpretarse como un respaldo a ningún partido político.

Rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades actuales o futuras. La rentabilidad puede fluctuar, por ejemplo, debido a variaciones de los tipos de cambio. El valor del capital invertido puede aumentar o disminuir y no hay garantía de que la totalidad del capital invertido pueda ser recuperado. Invertir conlleva riesgos, incluida la posible pérdida del capital, y los rendimientos positivos, incluidos los ingresos, no están garantizados. Las referencias a empresas se proporcionan únicamente con fines ilustrativos. No debe asumirse la rentabilidad ni el desempeño de ningún valor asociado a ellas. No debe suponerse que ninguna inversión sea o vaya a ser rentable. El valor de las inversiones, como en bonos, acciones, divisas, materias primas o el oro, no está garantizado y puede fluctuar debido a las condiciones del mercado, la liquidez o los tipos de cambio, entre otros factores.

El sitio web de Vontobel Asset Management es únicamente informativo y no constituye asesoramiento de inversión ni una opinión sobre la idoneidad de ninguna inversión, ni una oferta, solicitud o recomendación para comprar o vender instrumentos financieros, realizar transacciones o celebrar actos jurídicos de ningún tipo. La idoneidad de la información debe evaluarse en función de sus objetivos, situación financiera y necesidades. El uso de la información aquí contenida queda a la entera discreción del lector.

La información de MSCI solo se destinará a uso interno y no podrá ser reproducida o diseminada de ninguna forma, ni utilizada como base o componente de ningún instrumento, producto o índice financiero. MSCI, sus socios y todas las personas que hayan participado en o que estén relacionadas con la recopilación, el procesamiento informático o la creación de cualquier información de MSCI (en conjunto, las partes «MSCI») renuncian de forma expresa a todas las garantías (incluidas, de forma enunciativa pero no limitativa, todas las garantías de originalidad, precisión, compleción, vigencia, no violación de derechos de terceros, comerciabilidad y adecuación para un objetivo concreto) con respecto a dicha información. Sin limitación de lo anterior, ninguna parte MSCI asumirá responsabilidad alguna por cualquier daño directo, indirecto, especial, incidental, punitivo, consecuencial (incluidos, a título enunciativo, los daños por lucro cesante) o de cualquier otro tipo.

«BLOOMBERG®» y los índices Bloomberg enumerados en el presente documento (los «Índices») son marcas de servicio de Bloomberg Finance L.P. y sus filiales, incluida Bloomberg Index Services Limited («BISL»), administradora de los Índices (conjuntamente, «Bloomberg») y han sido objeto de licencia de uso para determinados fines por parte del distribuidor del presente documento (el «Licenciario»). Bloomberg no está afiliada al Licenciario, y Bloomberg no aprueba, avala, revisa ni recomienda los productos financieros aquí mencionados (los «Productos»). Bloomberg no garantiza la puntualidad, exactitud o integridad de ningún dato o información relativa a los Productos.

Los índices se muestran únicamente con fines ilustrativos, no están gestionados y no tienen en cuenta las condiciones del mercado ni los costos asociados a la inversión. Además, la estrategia de la firma puede emplear técnicas e instrumentos de inversión que no se utilizan para generar el rendimiento de los índices. Por esta razón, el rendimiento de la firma y el de los índices no son directamente comparables.

Aunque Vontobel considera que la información facilitada en este documento se basa en fuentes fiables, no puede asumir responsabilidad alguna por la calidad, corrección, oportunidad o exhaustividad de la información contenida en este documento. Excepto en los casos permitidos por las leyes de derechos de autor vigentes, nada de esta información puede ser reproducido, adaptado, cargado a un tercero, enlazado, enmarcado, representado en público, distribuido o transmitido en ninguna forma ni por medio de ningún proceso sin el consentimiento específico por escrito de Vontobel. En la medida máxima permitida por la ley, Vontobel no será responsable de ninguna pérdida o daño que usted pudiera sufrir por utilizar o acceder a esta información, o porque Vontobel no hubiere suministrado esta información. Nuestra responsabilidad por negligencia, violación de contrato o contravención de cualquier ley que pudiera resultar de no haber suministrado esta información o alguna parte de ella, o de cualquier problema relacionado con esta información, que no pueda ser excluida conforme con la ley, se limita, a nuestra discreción y en la medida máxima permitida por la ley, a suministrarle a usted de nuevo esta información o alguna parte de ella, o a pagar por sumi-

18 Información legal

nistrarle a usted de nuevo esta información o alguna parte de ella. Ni este documento ni ninguna copia del mismo podrán ser distribuidos en ninguna jurisdicción donde su distribución pueda estar restringida por la ley. Las personas que reciban este documento deberían informarse al respecto y respetar cualquier restricción vigente. En particular, este documento no se distribuirá ni entregará a personas estadounidenses y no se distribuirá en Estados Unidos.

2. Directrices e información específicas por país

La distribución y publicación de este documento, así como las inversiones descritas en él, pueden estar sujetas a restricciones en algunas jurisdicciones debido a leyes y regulaciones locales. Este documento y la información contenida en el mismo solo pueden distribuirse en países en los que el productor o el distribuidor cuenten con las licencias correspondientes. Si no se indica lo contrario en este documento, no debe asumirse que el productor o distribuidor posee dichas licencias en un país específico. Tenga en cuenta que la siguiente información específica por país debe observarse estrictamente. Salvo por los siguientes canales de distribución, este informe de investigación se considera distribuido por la empresa indicada en la portada.

Información para clientes de América Latina

La información proporcionada no constituye una oferta ni una invitación para comprar o vender valores en ninguna jurisdicción donde dicha solicitud u oferta esté prohibida por la ley. La exactitud de la información contenida en el presente documento no ha sido confirmada por el regulador del mercado de valores de ningún país dentro de América Latina. La información aquí contenida no constituye una oferta pública para vender participaciones de ningún fondo dentro del territorio de dichos países.

Additional information for UK clients

This communication is issued and approved by Vontobel Asset Management S.A. London Branch which has its registered office at 3rd Floor, 70 Conduit Street, London W1S 2GF and is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (“FCA”) with Firm Reference Number 966651. Details of its regulatory permissions are available on the FCA Register and can also be obtained upon request from Vontobel Asset Management S.A., London Branch. Vontobel Asset Management S.A. London Branch is an overseas branch of Vontobel Asset Management S.A. (“Vontobel”) public limited company registered in Luxembourg and regulated by the Commission de Surveillance du Secteur Financier (“CSSF”) with reference number A00001304 and S00001011.

Information for German clients

This publication prepared by Bank Vontobel AG is distributed by Bank Vontobel Europe AG, Munich.

Information for Italian clients

This research document prepared by Bank Vontobel AG is distributed according to EU rule 2016/958 by Vontobel Wealth Management SIM S.p.A, Milano authorized and regulated by Consob, via G.B. Martini, 3 – Roma.

Glosario y fuentes

- ¹ Período de crecimiento especulativo del mercado bursátil a fines de los años 1990, cuando los inversores invirtieron dinero en empresas de Internet nuevas, no rentables y sobrevaloradas. La burbuja estalló entre 2000 y 2001.
- ² Fuente: Artículo de Reuters, publicado el 17 de octubre de 2025. [reuters.com/legal/government/sec-says-unclear-if-proposed-3x-5x-leveraged-etfs-would-be-approved-2025-10-16/](https://www.reuters.com/legal/government/sec-says-unclear-if-proposed-3x-5x-leveraged-etfs-would-be-approved-2025-10-16/)
- ³ ADP es una empresa que rastrea y reporta mensualmente cuántas personas son contratadas o pagadas en EE.UU., ofreciendo una visión anticipada del empleo antes de los informes oficiales del gobierno.
- ⁴ «Infraponderado» significa que el Comité de Inversión Multi Asset de Vontobel tiene una preferencia menor por una clase de activo o subclase de activo. Esto refleja la convicción de que dicha clase de activo es menos atractiva en comparación con otras en el entorno de mercado actual. No se trata de una recomendación de evitar completamente el activo, sino de una sugerencia de reducir su asignación.
- ⁵ «Neutral» significa que el Comité de Inversión Multi Asset de Vontobel no tiene ni una preferencia superior ni inferior por una clase de activo o subclase de activo. Esto refleja una visión equilibrada, según la cual se espera que la clase de activo evolucione en línea con su rendimiento histórico o con el promedio del mercado. No se trata de una recomendación de tomar acción, sino de una sugerencia de mantener la asignación actual.
- ⁶ «Sobreponderado» significa que el Comité de Inversión Multi Asset de Vontobel tiene una preferencia superior por una clase de activo o subclase de activo. Esto refleja la convicción de que dicha clase de activo es más atractiva en comparación con otras en el entorno de mercado actual. No se trata de una recomendación de invertir de manera excesiva, sino de una sugerencia de aumentar la asignación.
- Las clasificaciones de «infraponderado», «neutral» y «sobreponderado» reflejan únicamente las opiniones internas del comité de inversión y no deben interpretarse como recomendaciones para los inversores individuales ni como un llamado a la acción. Reflejan simplemente la perspectiva de Vontobel sobre la evolución esperada del valor de una clase de activo en particular. Estas evaluaciones se difunden exclusivamente con fines informativos a un público amplio y no están adaptadas a un grupo específico de clientes.
- ⁷ Indicadores económicos basados en encuestas a directivos que miden la salud de un sector. Un PMI superior a 50 indica crecimiento; inferior a 50, contracción.
- ⁸ Empresas que actúan por adelantado ante un evento esperado para obtener ventaja.
- ⁹ Las ventas minoristas nominales miden el valor total sin ajustar por inflación.
- ¹⁰ Fuente: Artículo de CNBC, 16 de octubre de 2025. [cnbc.com/2025/10/16/top-ecb-board-members-see-sticky-inflation-but-clear-rate-path.html](https://www.cnbc.com/2025/10/16/top-ecb-board-members-see-sticky-inflation-but-clear-rate-path.html)
- ¹¹ Fuente: Artículo de Swissinfo, 8 de septiembre de 2025. [swissinfo.ch/eng/snb-has-high-bar-for-next-rate-cut%2C-schlegel-tells-migros-magazin/89964365](https://www.swissinfo.ch/eng/snb-has-high-bar-for-next-rate-cut%2C-schlegel-tells-migros-magazin/89964365)
- ¹² M2 es la cantidad total de dinero en efectivo, cuentas corrientes y ahorros de fácil acceso en la economía estadounidense.
- ¹³ Fuente: Artículo de CNN, 16 de octubre de 2025. edition.cnn.com/2025/10/16/business/jamie-dimon-us-economy-cockroaches
- ¹⁴ Fuente: Transcripción de la Reserva Federal de EE. UU., publicada el 29 de octubre de 2025.
- ¹⁵ Iniciativa estadounidense a gran escala para construir la infraestructura física y digital que respalde sistemas avanzados de IA.
- ¹⁶ Fuente: Artículo de Computing, 26 de septiembre de 2025. [computing.co.uk/news/2025/ai/sam-altman-s-planned-ai-datacentres-will-consume-more-power-than-entire-countries](https://www.computing.co.uk/news/2025/ai/sam-altman-s-planned-ai-datacentres-will-consume-more-power-than-entire-countries)
- ¹⁷ Fuente: Departamento de Energía de EE.UU., 31 de marzo de 2021. [energy.gov/ne/articles/infographic-how-much-power-does-nuclear-reactor-produce](https://www.energy.gov/ne/articles/infographic-how-much-power-does-nuclear-reactor-produce)
- ¹⁸ La molienda de cacao consiste en triturar y pulverizar los granos de cacao tostados para obtener una pasta o masa conocida como licor de cacao o pasta de cacao. Incluye los siguientes pasos: tostado y descascarillado, trituración inicial y molienda fina. El resultado de la molienda puede utilizarse directamente para fabricar chocolate o procesarse aún más para separar la manteca de cacao de los sólidos de cacao.
- ¹⁹ Fuente: Artículo de Reuters, 15 de octubre de 2025. [reuters.com/world/us/us-investment-boom-is-sustainable-bessent-says-2025-10-15/](https://www.reuters.com/world/us/us-investment-boom-is-sustainable-bessent-says-2025-10-15/)
- ²⁰ Fuente: Council of Economic Advisers, octubre de 2025. [whitehouse.gov/wp-content/uploads/2025/10/Economic-Consequences-of-a-Government-Shutdown-4.pdf](https://www.whitehouse.gov/wp-content/uploads/2025/10/Economic-Consequences-of-a-Government-Shutdown-4.pdf)
- ²¹ El G-10 es un grupo de países desarrollados que coordinan políticas económicas y financieras globales.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zúrich
Suiza
vontobel.com

